



v. 8, n.3

Vitória-ES, Jul. - Set. 2011.

p. 66 – 87

ISSN 1807-734X

DOI: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2011.8.3.4>

Segmento varejista: sazonalidade das vendas e resultados financeiros

José Marcos Carvalho de Mesquita[†]

Universidade FUMEC

Henrique Cordeiro Martins^Ω

Universidade FUMEC

RESUMO: Com o presente artigo, procurou-se analisar o desempenho financeiro de setores varejistas, sujeitos a variações sazonais de vendas. Inicialmente, identificou-se o padrão estacional de vendas de três segmentos: 1) hiper e supermercados, 2) tecidos, vestuário e calçados e 3) móveis e eletrodomésticos. Posteriormente, utilizou-se a análise discriminante para identificar diferenças entre os índices: liquidez corrente; endividamento geral; giro do ativo total; e retorno sobre patrimônio líquido. Os resultados apontam que o setor de supermercados possui padrão uniforme de vendas, comparado aos outros segmentos avaliados, que apresentam picos de elevação e períodos de quedas acentuadas. A análise dos indicadores financeiros mostrou que as empresas com maiores flutuações sazonais obtiveram melhores resultados em termos de rentabilidade e maiores índices de liquidez, ao passo que os outros dois indicadores não apresentaram diferenças estatisticamente significativas. Com base nos resultados da função discriminante, constata-se que o índice de liquidez é o principal responsável pela discriminação.

Palavras-chave: Sazonalidade de vendas; varejo; análise discriminante; índices financeiros.

Recebido em 19/04/2010; revisado em 16/05/2011; aceito em 14/06/2011; disponível em 29/07/2011

Correspondência autores*:

[†] Doutor em Administração pela
Universidade Federal de Minas Gerais
Vinculação: Universidade FUMEC.
Endereço: Rua Major Lopes, no. 738/502,
Belo Horizonte – MG – Brasil
CEP 30330-050.
E-mail: jmcmesquita@terra.com.br
Telefone: (31) 3342-2207

^Ω Doutor em Administração pela
Universidade Federal de Minas Gerais
Vinculação: Universidade FUMEC.
Endereço: Rua Professor Antônio Aleixo,
no 52/201, Belo Horizonte – MG - Brasil
CEP 30180-150
E-mail: henrique.martins@fumec.br
Telefone: (31)9979-9054

Nota do Editor: *Esse artigo foi aceito por Antonio Lopo Martinez.*



Esta obra está licenciada sob a Licença Creative Commons – Atribuição-Uso não-comercial-Compartilhamento pela mesma licença 3.0 Unported License.

1. INTRODUÇÃO

O crescimento do segmento varejista é fato comum em economias desenvolvidas e, no caso brasileiro, pode ser claramente identificado com a simples análise de indicadores publicados pelo IBGE, conforme dispõe a TAB. 1.

Segundo os dados, o número de empregos diretos oferecidos pelo setor aumentou 73,40% no período em apreciação, de 1996 a 2007, passando de 4.843.131 para 8.397.948, crescimento substancial que merece destaque quando se considera a situação do mercado de trabalho no país, com elevadas taxas de desemprego. Ao mesmo tempo, o número de estabelecimentos varejistas seguiu a mesma tendência, com aumento de 47,52%, variando de 1.140.342 para 1.682.240, o que aponta uma geração de empregos proporcionalmente maior se comparada à ampliação do número de estabelecimentos.

É interessante observar que o faturamento líquido real cresceu de R\$824.145.294 para R\$1.259.481.956, com incremento de 52,82%, ou seja, também ficou abaixo do crescimento do número de empregos.

Tabela 1. Brasil. comércio varejista. Indicadores selecionados. 1996-2007

Período	Nº empresas	Nº empregos	Receita real*
1996	1.140.342	4.843.131	824.145.294
1997	1.088.585	4.957.961	852.647.254
1998	1.057.346	4.606.316	785.455.512
1999	1.095.534	4.844.643	788.556.000
2000	1.175.156	5.366.115	818.193.463
2001	1.340.183	5.724.039	849.170.439
2002	1.216.940	5.560.581	819.307.127
2003	1.371.116	5.965.861	816.690.412
2004	1.397.289	6.360.723	886.339.223
2005	1.444.085	6.867.594	1.008.068.935
2006	1.589.111	7.557.125	1.137.281.073
2007	1.682.240	8.397.948	1.259.481.956

*Deflator: IGP DI FGV

Fonte: IBGE – Pesquisa Anual de Comércio

Imagina-se que esse crescimento acelerado tem provocado consequências antagônicas sobre o segmento.

Por um lado, observa-se melhor desempenho de muitas organizações, em termos de participação de mercado, resultados financeiros, valorização patrimonial, entre outros. Os dados apresentados na TAB. 2 mostram esse comportamento.

Percebe-se que todos os indicadores, com exceção de margem sobre vendas mostram números positivos. No caso de retorno sobre investimento, medido pela razão entre o lucro bruto e o patrimônio líquido, verifica-se certa estabilidade nos últimos anos (descontando-se

2006), com os valores em patamares próximos a 7%. Análise semelhante pode ser feita para a margem sobre vendas, resultado da divisão do lucro líquido pela receita bruta.

Em se tratando de investimento sobre imobilizado, compara-se o valor de um dado ano com o período imediatamente anterior. Em todos os anos da série os valores são positivos, indicando crescimento contínuo. Com relação à variação das vendas, os dados mostram a variação frente o ano anterior, encontrando-se valores negativos em dois períodos, 2002 e 2003, anos em que a economia brasileira também não apresentou elevadas taxas de crescimento.

Tabela 2. Brasil. comércio varejista. Indicadores selecionados. 2000-2007. %

Ano	Retorno sobre investimento	Crescimento de vendas	Margem sobre vendas	Investimento / imobilizado
2000	4,9	6,4	0,6	21,8
2001	6,3	2,4	0,8	17,2
2002	3,3	-1,9	0,5	24,9
2003	7,2	-1,5	1,2	14,7
2004	7,3	11,4	1,4	25,0
2005	8,1	4,8	1,5	21,8
2006	4,7	4,5	0,7	29,2
2007	7,0	4,7	1,1	36,3

Fonte: Exame, Maiores e Melhores (2001-2008)

Porém, atuando em sentido oposto, acirra-se a competição entre as empresas, cada qual procurando atender da melhor forma possível a sua clientela. Os consumidores, dada a ampla possibilidade de escolha, facilitada mais ainda pelo rápido desenvolvimento da tecnologia da informação, tornam-se sempre mais exigentes e dispostos a experimentar novas marcas ou novos estabelecimentos. Em outras palavras, cresce a dificuldade para proporcionar a satisfação desejada pelos consumidores e aumentam exponencialmente os empecilhos para conquistar a sua lealdade.

Vavra (1993, p. 18) já defendia essa assertiva ao abordar sobre a competitividade do mercado em meados de 1993:

É certamente improvável que os profissionais de *marketing* já tenham competido anteriormente em mercado como o de hoje. Este é mais agressivo e composto de muitos concorrentes, cada um deles oferecendo produtos ou serviços relativamente equivalentes. Os consumidores, às vezes caracterizados como volúveis, flertam de uma marca a outra sem sentimentos de “traição” a uma marca favorita ou temor de perder valor ao mudar entre marcas disponíveis.

Além desses obstáculos, o risco inerente à atividade é substancialmente elevado por outro fator, muito comum em alguns ramos varejistas, caracterizado pela variação sazonal de vendas. Sazonalidade, ou estacionalidade, em sentido estreito, é uma qualidade que se verifica

em uma estação. Em sentido amplo, corresponde a padrões uniformes de desempenho ao longo de determinados períodos, relacionados às estações climáticas.

Sazonalidade das vendas corresponde, conforme Anderson (1963), Brandt (1980) e Reis (1998), às flutuações no montante de venda que acontecem ao longo do ano e que se repetem anualmente. Não influenciam o volume de vendas anual, mas sim o volume em períodos específicos, como meses ou semanas. Segundo os autores, são também comuns: variações seculares, que medem o comportamento das vendas no longo prazo; e variações cíclicas, que ocorrem na forma de ondas, ou seja, há um “pico seguido de um vale”, variando o período de ocorrência dos dois de acordo com fatores diversos, tais como: problemas climáticos, crises econômicas, instabilidade política, entre outros.

O segmento varejista é fortemente influenciado pela sazonalidade das vendas, muito embora o fato gerador sejam as datas comemorativas, principalmente.

São muito comuns comentários enfatizando que as festividades natalinas, seguidas de perto pelo dia das mães, correspondem ao período de maior volume de vendas, como também são comuns os balanços comparativos após a ocorrência de cada uma dessas celebrações. Outras datas também merecem destaque, como: dia dos pais, dia dos namorados e dia das crianças, além daquelas de caráter religioso, conforme destaca Turchi (2009).

Tão certo como as variações nas vendas, são as preocupações a respeito da formação e desova de estoques, com a sua consequente dose de incerteza, que se estende também à administração financeira, devido ao maior investimento em ativos circulantes.

Apesar de sua relevância, o tema não tem sido analisado a contento nas discussões acadêmicas. Pouco se encontra, em termos de pesquisas teóricas ou empíricas, relacionando aspectos concernentes ao *marketing* e a finanças, sob a ótica aqui pretendida. Portanto, torna-se mister empreender esforços visando avaliar causas e consequências do fenômeno em questão.

Além disso, esse trabalho se justifica pela natureza idiossincrática que o fenômeno sazonalidade das vendas se apresenta em segmentos varejistas, o que demanda que componentes desse processo sejam observados para uma melhor *performance* organizacional. Da mesma forma, tendo em vista que as flutuações de vendas em segmentos varejistas podem ser consideradas como ruídos no processo de apuração do resultado final, torna-se evidente a necessidade de se entender esse aspecto mais profundamente nas empresas. Um terceiro aspecto, que caracteriza a importância desse assunto, está, também, no fato de que a

identificação clara de fatores sazonais relacionados aos indicadores financeiros permite apurar a presença de elementos que poderiam erroneamente ser atribuídos à sazonalidade, o que levaria as empresas a ajustar seus processos existentes.

Diante do exposto, o objetivo geral com a presente pesquisa é analisar qual a influência das variações sazonais de vendas sobre os resultados financeiros de empresas varejistas. Especificamente, pretende-se:

- 1) Identificar o padrão sazonal de vendas dos segmentos analisados;
- 2) Avaliar a existência de diferenças entre os resultados financeiros de segmentos que apresentam, ou não, grande variabilidade estacional de vendas.
- 3) Identificar em que grupo de indicadores financeiros residem as maiores diferenças.

O presente artigo foi assim desenvolvido: além desta introdução, contendo justificativa e objetivos, a seção 2 apresenta tópicos relacionados à estacionalidade das vendas, ao risco e incerteza, à análise de indicadores financeiros e à administração de capital circulante. A seção 3 mostra a metodologia utilizada no desenvolvimento da pesquisa, incluindo comentários a respeito dos dados e suas respectivas fontes, bem como as técnicas estatísticas empregadas. A seção 4 apresenta os resultados obtidos e as concernentes análises e, na seção 5, serão tecidas as considerações finais, incluindo as limitações do trabalho.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

O tema sazonalidade foi amplamente discutido no âmbito da economia agrícola, atividade por excelência dependente das estações climáticas. Segundo Brandt (1980) e Reis (1998), observam-se tendências sazonais de oferta, dadas as características biológicas das plantas, com reflexos nas variações de preços. Mais especificamente, durante o período de safra, a oferta é abundante e os preços baixos, ocorrendo o contrário na entressafra, com oferta restrita e preços elevados, fenômeno que se estende a todos os varejos de hortigranjeiros, sendo, portanto, bastante conhecido das donas de casa.

Muito embora seja marcante na agropecuária, outros setores também padecem do mesmo problema, o qual, contudo, tem outra origem: o crescimento ou a redução da demanda. Podem ser citados como exemplos nesse caso: hotelaria e outros serviços em cidades universitárias e turísticas, bem como a indústria da moda, que chega a realizar o lançamento de duas coleções em cada ano.

Existem também casos em que as condições climáticas impedem a realização das tarefas, destacando-se a construção pesada e outros, como a pesca, que deve respeitar o ciclo reprodutivo das espécies.

A sazonalidade das vendas não é muito discutida na literatura específica. São raros os textos referentes à administração de vendas que abordam o tema e enaltecem suas implicações sobre o desempenho da organização. A esse respeito, pouco se encontra, sendo mais comum a localização de trabalhos que apresentem métodos para realizar previsões de vendas, incluindo tendências sazonais.

Len (1993) afirma que existem três componentes que atuam sobre a tendência de comercialização e que devem ser analisados quando da realização da previsão de vendas: 1) tendência secular – aquela que representa o movimento, crescente ou decrescente, ao longo do tempo; 2) tendência sazonal, – aquela que mostra as variações ao longo das estações; e 3) variações aleatórias – aquelas imprevisíveis e, portanto, sem nenhum padrão preestabelecido. O autor sugere que as previsões devem ser feitas por meio de métodos de média móvel, os quais permitem que se isolem os efeitos de flutuações sazonais.

No mesmo sentido, Arnold (1999) afirma que o cálculo de índices estacionais permite prever com menor erro a demanda desestacionalizada para o respectivo período. O índice é encontrado dividindo-se a demanda do período específico pela demanda média do período integral. Posteriormente, divide-se a demanda esperada pelo índice mensal encontrado. Levy e Weitz (2000) sugerem procedimento semelhante: em vez de índices estacionais, o cálculo se concentraria nas porcentagens médias que seriam vendidas em cada estação.

De qualquer forma, as implicações da sazonalidade podem ser descritas da seguinte maneira: em alguns períodos, independentemente do fato gerador, ocorrem crescimentos substanciais de vendas, que são até previsíveis em termos de sua ocorrência, mas não em sua real magnitude. A grande dificuldade consequente relaciona-se à necessidade inicial de ampliar alguns itens da estrutura empresarial, como estoques, área física, vendedores, meios de comunicação, promoção, entre outros (*i.e.*, ocorre o investimento para atender a um possível crescimento de demanda). Contudo, como o crescimento do volume de vendas, assim como os preços, não pode ser previsto com precisão, incorre-se automaticamente em elevado risco. Em muitos casos, os produtos são específicos para aquela ocasião, não havendo oportunidades apropriadas para desova dos estoques fora do período em questão, o que exige a implantação de políticas promocionais, muitas vezes com vendas a preços reduzidos, que nem sempre são capazes de solucionar o problema por completo.

A esse respeito, Motta (1986) afirma que a previsão de vendas é uma das pedras angulares do planejamento na administração mercadológica, pois muitas decisões dependem de tal estimativa, tais como: programação da produção, compra de matéria-prima, despesas de propaganda, gastos com vendas e investimento em máquinas e equipamentos. Dado a relevância e a extensão dos recursos associados a essas decisões e respectivas implementações, a previsão de vendas deve ser feita com a maior exatidão possível.

No tocante à administração de estoques, Abernathy *et al.* (2000), estudando o caso de indústrias sujeitas a vendas sazonais em função do desempenho dos seus clientes varejistas, afirmam que as grandes redes de varejo têm optado por reduzir seus pedidos no início das estações, como forma de diminuir custos e minimizar perdas provenientes da não realização das vendas. Ao mesmo tempo, os autores avaliam a necessidade de manutenção de estoques em razão da variabilidade das vendas, concluindo que, quanto maior a flutuação, maior será o volume necessário de estoques, como forma de reduzir possíveis perdas determinadas pela falta de mercadoria.

Parente (2000) apresenta casos em que as previsões de vendas mostraram-se errôneas, citando o comportamento de consumidores brasileiros nas festividades natalinas de 1997, 1998 e 1999. Segundo o autor, em todos os três anos, houve previsões de queda nas vendas, comparativamente ao mesmo período do ano anterior; porém, o fato marcante é que foi constatado crescimento em todos os períodos citados, o que vem a reforçar os comentários acerca da dificuldade de se efetuar previsões com reduzida margem de erro.

Parente (2000) sugere ainda, como forma de elevar a precisão das projeções, que sejam avaliados os indicadores macroeconômicos, como: taxa de juros e de desemprego; nível de renda e expectativas do consumidor, além da sensibilidade deste às variações de preço; o preço dos produtos substitutos; o ciclo de vida do produto; e o grau de competitividade presente na categoria em questão, isto é, o esforço de *marketing* de um varejista em especial frente ao empenho empreendido pelos demais concorrentes.

Com relação específica ao risco, Duarte Junior (2003) afirma que pode ser de quatro tipos: 1) risco de mercado – medida de incerteza devido a fatores de mercado (*e.g.*, variações de preços); 2) risco operacional – medida de possíveis perdas provenientes de ineficiências dos sistemas e métodos internos de controle; 3) risco de crédito – possibilidade de perdas devidas à incapacidade da contraparte em honrar os compromissos; e 4) risco legal – possibilidade de os contratos não serem legalmente amparados. No presente caso, aplica-se, principalmente, o risco de mercado, ou seja, aquele relacionado à possibilidade de não

realização das previsões de vendas, devido à não concretização das condições únicas e exclusivas do desempenho de mercado.

Fusco (1996) afirma que o aumento de vendas produz necessidades semelhantes em termos de inventários, contas a receber e balanço de caixa, os quais devem ser financiados. Havendo o crescimento das vendas, aumenta-se consequentemente a incerteza associada ao negócio, devido a quatro fatores básicos: 1) incerteza de vendas, relativa ao comportamento dos novos consumidores; 2) incerteza na taxa de recebimentos, determinada pela ampliação do número de consumidores, com padrões de pagamento diferentes dos usuais; 3) incertezas do custo de produção, ditadas pela maior alavancagem operacional e ainda pela insegurança quanto à disponibilidade de insumos; e 4) incertezas relacionadas às saídas de caixa, provocadas pela assunção de novos compromissos, podendo haver descasamento com as respectivas entradas de caixa.

Fusco (1996) assevera ainda que, em alguns casos, o crescimento da curva de custos irá suplantará, em algum domínio, o crescimento da curva de receita, tornando o aumento de vendas ineficaz para a organização.

Por outro lado, a administração financeira encara as flutuações sazonais com maior detalhamento. Segundo diversos autores, como Brealey e Myers (1992), Gitman (1997), Ross *et al.* (2002) e Weston e Brigham (2000), o ciclo operacional de uma empresa pode ser definido, resguardando-se possíveis variações de terminologia, pelo período de tempo que se inicia quando a matéria-prima é adquirida e se estende até a data de cobrança da duplicata a receber relativa à venda do produto acabado. No mesmo sentido, ciclo de caixa corresponde ao período de tempo que transcorre entre o efetivo pagamento pela aquisição da matéria-prima e o recebimento pela venda realizada. A respectiva função matemática, definida por indicadores financeiros, seria:

$$CO = IME + PMC \quad (1)$$

$$CC = IME + PMC - PMP \quad (2)$$

Em que:

CO é o ciclo operacional;

CC é o ciclo de caixa;

IME corresponde à idade média de estoques;

PMC é o período médio de cobrança;

PMP é o período médio de pagamento.

Os indicadores apresentados correspondem, como seus próprios nomes indicam, a períodos médios. A idade média de estoque é o tempo que a organização despende, em se tratando de empresas industriais, para receber a matéria-prima, estocar, transformar, estocar o produto acabado e realizar a venda, não ocorrendo a transformação no caso de empresas comerciais. O período médio de cobrança é o tempo gasto para recebimento das duplicatas a receber, ou seja, o período de tempo que a empresa financia seus clientes. Por fim, o período médio de pagamento corresponde ao tempo gasto pela empresa para quitar seus compromissos, o que significa o tempo em que a empresa é financiada por seus fornecedores.

A princípio, não deveriam ocorrer variações nos ciclos de caixa e operacional devido à sazonalidade, por si só. Todavia, conforme descrito por Motta (1986), Fusco (1996) e Abernathy *et al.* (2000), imagina-se que a previsão de crescimento de vendas em datas específicas faz com que as organizações varejistas antecipem compras, o que pode elevar o seu período de estocagem.

Além disso, como descrito por Parente (2000, p. 277) e Sheth *et al.* (2001, p. 81), a concessão de crédito aos clientes é atualmente uma prática comum no mercado que tem tornado a aquisição mais fácil e atrativa para um grande número de compradores, que não o fariam caso não existisse a possibilidade de parcelamento do gasto (o que, por sua vez, implica maior período de cobrança). De acordo com Lima *et al.* (2009), após a implantação do Plano Real, houve um significativo e contínuo crescimento do crédito ao consumidor no Brasil, refletindo o processo de distribuição de renda.

Se não houver mudanças nos períodos de pagamento, ditadas pelos fornecedores, têm-se apenas esses dois efeitos sobre ciclo de caixa e operacional (maior PME e PMC), mas as consequências em termos de necessidade de capital de giro podem ser bastante significativas. Em outros termos, a antecipação de compras e a concessão de crédito podem levar a empresa a aumentar sua necessidade de capital circulante e, conseqüentemente, a elevar seus custos financeiros.

Muito embora não seja certa a necessidade de recorrer à tomada de empréstimos em instituições financeiras definida por mudanças nos ciclos operacional e de caixa, com toda certeza haverá crescimento do investimento em ativos circulantes provocado pela previsão de incremento das vendas, segundo Fusco (1996). Obviamente, maiores vendas exigem maiores estoques, o que se traduz em maior volume de compras e em necessidade de aumento do

capital circulante, a menos que a empresa consiga operar com ciclo de caixa negativo, situação em que os pagamentos são realizados após os recebimentos.

Cria-se assim, o que Brealey e Myers (1992), Gitman (1997), Ross *et al.* (2002) e Weston e Brigham (2000) chamam de ativos circulantes permanentes e ativos circulantes sazonais. Embora as formas de administrar essa maior necessidade possa até variar de empresa para empresa, alternando entre estratégias agressivas e estratégias conservadoras, de acordo com a origem do financiamento, a questão que sobressai é que o fenômeno é comum a todas as organizações que enfrentam variações sazonais de vendas.

A esse respeito, os autores afirmam que muitas empresas optam por manter aplicações em títulos negociáveis em períodos superavitários, para revendê-los nos momentos deficitários. Consequentemente, aquelas firmas que são mais suscetíveis aos efeitos sazonais deveriam apresentar índices de liquidez mais elevados. Uma política desse tipo possui a capacidade de minimizar o risco de inadimplência inerente às flutuações de vendas; porém, em sentido oposto, tende a reduzir a lucratividade, na medida em que ativos circulantes são menos rentáveis que ativos realizáveis a longo prazo e ativos permanentes.

Portanto, torna-se fundamental administrar com bastante acurácia as variações de vendas, como forma de prever e bem administrar a necessidade de financiamento.

Além do que foi analisado com relação ao capital circulante, outros possíveis efeitos podem ocorrer nos índices relacionados a lucratividade, endividamento e atividade. Brealey e Myers (1992), Gitman (1997), Ross *et al.* (2002) e Weston e Brigham (2000) discorrem sobre o assunto.

Segundo esses, os índices de lucratividade, ou rentabilidade, medem a eficiência da empresa para gerar retornos. No caso específico do retorno sobre patrimônio líquido, mostra quanto a organização gerou de lucro para cada unidade monetária de capital próprio. Muito embora a manutenção de maiores indicadores de liquidez possa minar a rentabilidade, diversos outros fatores também costumam causar impactos consideráveis, especialmente aqueles relacionados à estratégia de longo prazo, como investimentos em ativos fixos e políticas voltadas ao crescimento da participação de mercado, além das condições macroeconômicas, em termos de renda média da população, taxa de juros, nível de preços e confiança do consumidor.

Os indicadores de endividamento mostram a alavancagem financeira usada pela organização, refletindo a possibilidade de ganho por um lado e o risco envolvido, por outro. O

índice de endividamento geral apresenta o volume de recursos de terceiros, de curto e longo prazos, utilizados em relação ao ativo total. De forma geral, quanto maior a estabilidade das receitas, maior a possibilidade de endividamento, supondo-se a maior segurança quanto à efetivação dos pagamentos.

Quanto aos indicadores de atividade, mostram a capacidade de a empresa transformar as contas em caixa. O índice giro do ativo total mostra a capacidade da empresa em realizar vendas proporcionalmente ao total investido, ou seja, a eficácia com que estão sendo geridos os investimentos no ativo. De forma geral, esse indicador guarda relações estreitas com o tipo de atividade, sendo normalmente menor naquelas que necessitam destinar vultosas somas ao ativo permanente (em especial empresas industriais), não havendo, portanto, variações marcantes determinadas pela estacionalidade das vendas.

3. METODOLOGIA

A natureza da relação entre as variáveis analisadas e o grau de profundidade das conclusões alcançadas determinam o tipo de pesquisa, segundo Hair *et al* (2005b), Malhotra (2001) e Mattar (2005). No presente estudo, procura-se avaliar qual o relacionamento entre sazonalidade das vendas e desempenho financeiro, ou mais especificamente, se existem diferenças entre os índices financeiros das empresas que apresentam, ou não, flutuações estacionais de vendas. Sendo assim, o trabalho pode ser considerado de natureza descritiva, de acordo com os autores mencionados.

Os segmentos escolhidos para a realização da pesquisa são: hiper e supermercados; tecidos, vestuário e calçados; e móveis e eletrodomésticos. Essa escolha se deu em função de caracterizarem setores que, em princípio, apresentariam padrões estacionais de vendas diferentes e, ainda, por sua importância na economia brasileira, em termos de faturamento, geração de empregos e arrecadação de tributos, conforme dados obtido em IBGE.ⁱ

Quanto aos objetivos específicos, as técnicas de análise serão apresentadas para cada um, em separado. O primeiro objetivo é determinar o padrão sazonal de vendas dos segmentos analisados. Para tanto, foram calculados os índices sazonais de vendas, segundo a técnica da média geométrica móvel de tendência central, conforme metodologia proposta por Hoffmann (1991). Os dados referentes ao faturamento mensal foram obtidos em IBGE, e correspondem a índices de vendas nominais, com base 2003 igual a 100. A série histórica analisada vai de janeiro de 2000 a dezembro de 2006, num total de 84 observações.

Após o cálculo dos índices estacionais, a identificação dos segmentos que apresentam, ou não, elevadas variações, foi realizada com base na amplitude dos indicadores, conforme proposto por Hoffmann (1991), na diferença entre os respectivos coeficientes de variação e ainda pela verificação da homoscedasticidade dos grupos, feita com base no Teste M de Box, de acordo com sugestão de Hair *et al* (2005a), resultando na separação da amostra pesquisada em dois grupos distintos, a saber: grupo I, com pequena flutuação sazonal de vendas; e grupo II, com grande flutuação.

O segundo objetivo visa a avaliar a existência de diferenças entre o desempenho financeiro de empresas com padrões estacionais de vendas diferentes, isto é, almeja-se identificar se existem diferenças de resultados financeiros entre as empresas que apresentam elevadas variações estacionais de vendas e aquelas cujas vendas mostram-se mais uniformes ao longo do ano. Nesse caso, foram tomados quatro índices financeiros de diversas empresas do segmento varejista, a saber: índice de liquidez corrente; índice de endividamento geral; giro do ativo total e retorno sobre patrimônio líquido.

Com o recurso da análise discriminante, segundo metodologia proposta por Hair *et al.* (2005a) e Sharma (1997), estimou-se uma função que selecionasse as empresas, de acordo com a sua classificação de origem, se grupo I (baixa sazonalidade) ou grupo II (elevada sazonalidade), de forma que as diferenças entre os índices financeiros de cada grupo pudessem ser realçadas.

A verificação dos pressupostos foi realizada pelos testes específicos: a normalidade univariada dos dados foi avaliada pelos testes de Shapiro-Wilks e Kolmogorov-Smirnov e a homoscedasticidade pelos testes de Levene e M de Box. A seleção dos resultados foi feita com base em critérios que contemplaram o poder de discriminação, medido em termos de classificações corretas, o poder de explicação, avaliado pela correlação canônica, e a significância estatística da função estimada.

A amostra pesquisada é composta de 18 empresas, conforme apresentado no Anexo I, todas elas dedicando-se ao comércio varejista e, especificamente, aos ramos analisados. Os dados foram obtidos em Exame (2000-2007) e Conjuntura Econômica (2000-2007) e correspondem aos indicadores de:

- Liquidez corrente: razão entre o ativo circulante e o passivo circulante;
- Rentabilidade do patrimônio líquido: divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido;

- Endividamento geral: soma do passivo circulante com o exigível a longo prazo, dividida pelo ativo total;
- Giro do ativo: receita bruta de vendas dividida pelo ativo total.

Optou-se por essa amostra pela sua característica de contemplar empresas de capital aberto e de capital fechado, englobando dessa maneira organizações de diversos portes. Os valores em análise correspondem às demonstrações financeiras de 2000 a 2007, relativas aos exercícios de 1999 a 2006. O número de observações corresponde a 107, pois nem todas as empresas foram listadas em todos os anos.

Deve-se aqui ressaltar que a separação das empresas em três grupos, conforme os ramos de atuação, procurou preservar aquele que seria o principal negócio da empresa em questão, mesmo reconhecendo-se que algumas delas, principalmente os hipermercados, costumam comercializar produtos que as enquadrariam também em outro grupo. Supõe-se, portanto, que essa possível duplicidade não irá afetar os resultados da análise.

Após a realização dos cálculos da análise discriminante, tornou-se possível avaliar quais grupos de indicadores financeiros seriam determinantes na separação entre os segmentos, ou mais precisamente, entre as empresas que apresentam padrões estacionais de vendas diferenciados, atendendo-se, assim, ao terceiro objetivo específico.

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Primeiramente, serão apresentados os resultados concernentes à variação estacional de vendas. Conforme pode ser visto na TAB. 3 e GRAF. 1, os segmentos de tecidos, vestuário e calçados e móveis e eletrodomésticos, denominados grupo II, são mais suscetíveis às variações estacionais do que o setor de hiper e supermercados, grupo I. Baseado nessa divisão, o número de observações em cada grupo ficou assim distribuído: o grupo I com 42 e o grupo II com 65.

A análise inicial dos índices estacionais mostra o comportamento das vendas em termos mensais, considerando o desempenho na série histórica analisada. O índice de cada mês mostra o volume médio comercializado, por exemplo, tomando-se as vendas médias iguais a 100, os hiper e supermercados venderiam, em janeiro, 96,1% do valor médio e assim sucessivamente.

Tabela 3. Brasil. índices estacionais de vendas. Setores selecionados. 2000-2006

Meses	Hipermercados e supermercados	Tecidos, vestuário e calçados	Móveis e eletrodomésticos
Jan	96,1	77,6	93,7
Fev	91,6	74,0	81,9
Mar	100,8	83,0	93,7
Abr	99,2	86,5	90,2
Mai	97,6	108,4	105,2
Jun	94,8	98,9	91,7
Jul	98,7	98,4	96,4
Ago	98,8	95,7	97,5
Set	96,3	85,6	90,9
Out	100,7	94,4	99,7
Nov	98,3	102,7	101,2
Dez	127,3	194,8	157,9
Coefficiente de variação	0,09	0,32	0,20

Fonte: IBGE. (www.ibge.gov.br)

O exame dos dados relativos aos índices e aos coeficientes de variação, bem como dos dados visualizáveis a partir do GRAF. 1, indica que os setores de tecidos, vestuário e calçados e de móveis e eletrodomésticos apresentam flutuações sazonais bastante superiores às do segmento de hiper e supermercados.

Tal afirmativa é confirmada pelos resultados do teste M de Box, que apresenta estatística de teste de 14,654, transformada numa estatística F de 7,078, com nível de significância igual a 0,00. Sendo assim, pode-se afirmar que as variações dos índices estacionais são estatisticamente diferentes.

Enquanto, para os ramos de tecidos, vestuário e calçados e móveis e eletrodomésticos observam-se variações crescentes em maio e dezembro; para o outro setor, hiper e supermercados, as variações crescentes somente ocorrem em dezembro e em proporções relativamente menores. Por outro lado, não se constata quedas substanciais para os hiper e supermercados nos outros períodos do ano, fato que não se repete para os segmentos de tecidos, vestuários e calçados e de móveis e eletrodomésticos. Para todos eles, entretanto, o mês de fevereiro corresponde ao menor volume de vendas, fato que pode ser explicado pelo menor número de dias. Sendo assim, verifica-se que há presença de flutuações sazonais marcantes nos segmentos de tecidos, vestuário e calçados e de móveis e eletrodomésticos, com maiores volumes de vendas em maio e dezembro, o que corresponde às duas festividades mais alardeadas como campeãs de vendas, natal e dia das mães.

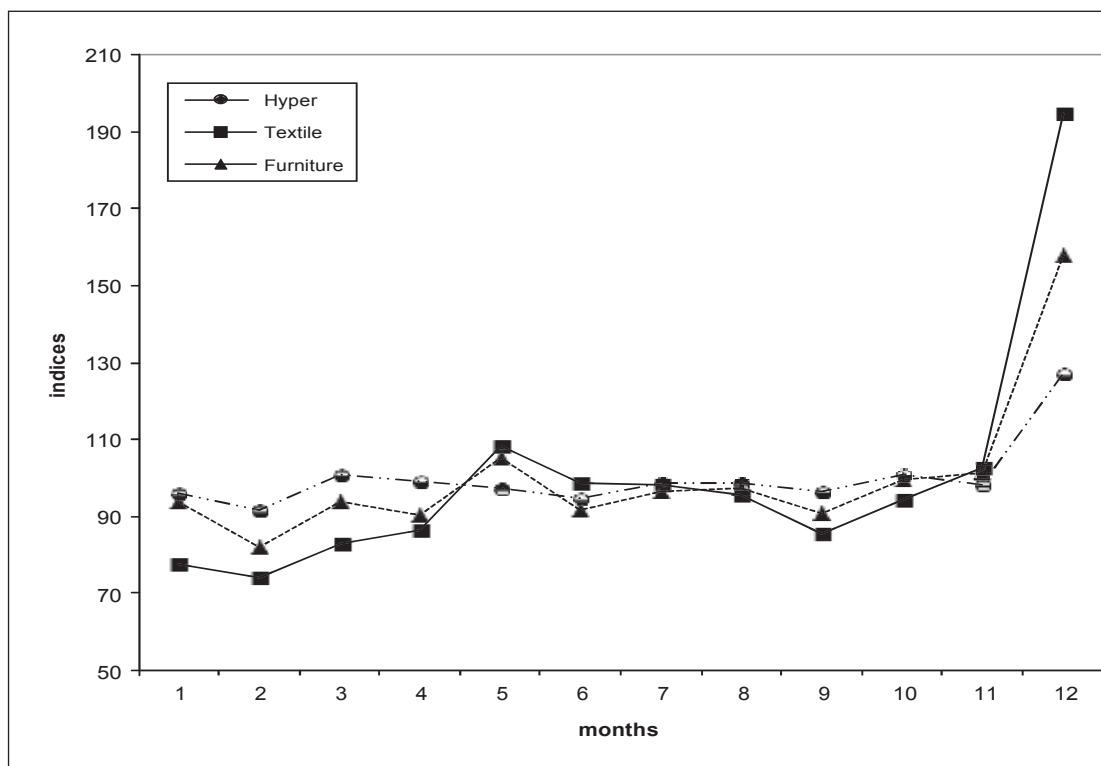


Gráfico 1. Brasil. Índices estacionais de vendas: setores selecionados. 2000-2006.

Fonte: dados da pesquisa.

As estatísticas descritivas dos dados relativos ao desempenho financeiro das empresas, submetidos à análise discriminante, encontram-se na TAB. 4. Os índices foram calculados com base em 107 demonstrações financeiras de 18 empresas, assim distribuídas, em relação ao período; 8 para o grupo I e 9 para o grupo 2, em 2000; respectivamente 5 e 8, em 2001, 5 e 9, em 2002; 7 e 6, em 2003; 5 e 9, em 2004; 5 e 8, em 2005; 4 e 8, em 2006 e; 3 e 8, em 2007.

Tabela 4. Indicadores de desempenho financeiro de empresas selecionadas. 2000-2007

Índice	Grupo I (9 empresas)		Grupo II (9 empresas)	
	Média	Desvio padrão	Média	Desvio padrão
Liquidez corrente	0,84	0,33	1,46	0,88
Endividamento geral	58,31	12,15	61,62	20,01
Retorno sobre patrimônio líquido	-2,26	20,64	6,08	12,95
Giro do ativo total	1,76	0,89	1,53	0,49

Fonte: Exame (2000, 2007) e Conjuntura Econômica (2000, 2007).

Com relação aos índices financeiros escolhidos para a análise, alguns mostram-se diferentes entre os grupos. No caso do grupo I, a rentabilidade, medida pelo retorno sobre patrimônio líquido, foi negativa no período, ao contrário do grupo II, com índice médio positivo e menor desvio padrão. Em ambos os casos, o desvio padrão é superior à média.

Quanto aos índices de endividamento geral e giro do ativo total, não se observam diferenças estatisticamente significativas, com os hiper e supermercados apresentando, em

valores médios, menor endividamento e giro do ativo superior, mas em ambos os casos as diferenças percentuais são bastante reduzidas.

No caso do índice de liquidez, as empresas do grupo II apresentaram valores superiores, estatisticamente significativos. Em termos médios, a diferença alcança 73,8%.

No que se refere à análise discriminante, conforme indicado por Hair *et al.* (2005a), o número de observações está adequado, superando o valor sugerido de 20 para cada variável independente.

A verificação dos pressupostos revelou dados afastados da distribuição normal, conforme os testes de Shapiro-Wilks e Kolmogorov-Smirnov. Sugere-se nesses casos algum tipo de transformação, o que foi feito por meio do cálculo de logaritmos neperianos, alcançando-se resultados satisfatórios para as variáveis índice de liquidez, índice de endividamento e giro do ativo, ou seja, para essas variáveis, os dados transformados apresentaram distribuição normal. No caso específico do retorno sobre patrimônio líquido, foi calculado o inverso, não se alcançando a normalidade dos dados.

Pelo teste M de Box não se constatou serem as matrizes de covariância iguais, com nível de significância de 0,00, porém, com base no teste univariado de Levene, observou-se diferença estatisticamente significativa apenas para a variável índice de endividamento.

De acordo com sugestões de Hair *et al.* (2005a) e Sharma (1997), a análise pode ser realizada, considerando o tamanho da amostra, o fato de uma única variável violar cada pressuposto e a robustez da técnica quanto a essas violações.

Outra avaliação importante refere-se ao grau de correlação entre as variáveis independentes. O coeficiente de correlação de Pearson indicou colinearidade significativa, ao nível de 1%, entre índice de liquidez e índice de endividamento e, entre índice de endividamento e giro do ativo total, ao nível de 5%. Em situações como essas, cuidados especiais devem ser tomados quanto à avaliação da importância das variáveis, mas não há consequências graves quanto à função estimada, seus níveis de significância e a matriz de classificação, conforme afirmam Hair *et al.* (2005a, p. 237) e Sharma (1997, p. 273),

Pelos resultados apresentados na TAB. 5, observa-se que, nos casos do índice de liquidez e retorno sobre patrimônio líquido, as médias entre grupos são diferentes, com nível de significância igual a 0,00 e 0,03, respectivamente. Para as outras duas, não se pode rejeitar a hipótese de igualdade entre as médias, o que já se previa com a simples análise das estatísticas descritivas. Em outras palavras, apesar das diferenças marcantes nos padrões

estacionais de vendas, os dois indicadores financeiros são bastante similares para os grupos de empresas analisados, sugerindo não haver influências das flutuações de comercialização sobre o desempenho financeiro nos dois aspectos.

Tabela 5. Teste para igualdade das médias de grupos

Variável	Lambda de Wilks	Teste F	Significância
Ln Liquidez corrente	0,742	36,603	0,000
Ln Endividamento geral	1,000	0,024	0,877
Ln Giro do ativo total	0,988	1,283	0,260
1 / Retorno sobre patrimônio líquido	0,956	4,842	0,030

Fonte: dados da pesquisa.

Apesar da igualdade, as variáveis entraram na análise discriminante, cujos resultados são mostrados nas TAB. 6, 7, 8 e 9.

Tabela 6. Funções discriminantes canônicas

Função	Autovalor	% da variância	% acumulada	Correlação canônica
1	2,011	100,0	100,0	0,817
Após a função	Lambda de Wilks	Qui-quadrado	Gl	Significância
1	0,332	113,540	4	0,000

Fonte: dados da pesquisa.

O nível de significância de 0,000 é bastante elevado, mostrando que a função estimada possui elevada eficiência na separação entre os dois grupos. A correlação canônica de 0,817 indica que 66,7% das variações entre grupos são explicadas pela função discriminante. Em outros termos, as variáveis independentes incluídas no modelo (índice de liquidez corrente, índice de endividamento geral, giro do ativo total e retorno sobre patrimônio líquido) são capazes de explicar boa parte das diferenças entre o desempenho das empresas, em função da sazonalidade das vendas.

Tabela 7. Resumo de medidas interpretativas da função discriminante canônica

Variável independente	Coeficientes Padronizados	Coeficientes	Cargas discriminantes
		Não padronizados	
Ln Liquidez corrente	2,190	5,212	0,416
Ln Endividamento geral	2,037	6,099	0,011
Ln Giro do ativo total	-0,587	-1,598	-0,078
1/Retorno sobre patrimônio líquido	-0,135	-0,124	-0,151
Constante		-24,345	

Fonte: dados da pesquisa.

Os coeficientes não padronizados são utilizados para cálculo do escore z para cada observação. Posteriormente, o escore z é comparado ao escore de corte, igual a -0,6187, calculado em função dos tamanhos diferentes dos grupos. Assim, a empresa irá para o grupo I se possuir escore z menor do que -0,6187 e para o grupo II, se o escore z for maior do que -0,6187. Por outro lado, os coeficientes padronizados mostram quais variáveis são significativas na função estimada, aparecendo, em ordem decrescente, índice de liquidez corrente, índice de endividamento geral, giro do ativo total e retorno sobre patrimônio líquido.

No entanto, a análise categórica, com relação à importância, deve ser feita com base nas cargas discriminantes, as quais indicam a variância que as variáveis independentes compartilham com a função discriminante. Sob essa óptica, apenas a variável índice de liquidez é responsável pela discriminação, pois as outras três não alcançam o valor tido como mínimo de 0,3. Sendo assim, confirmam-se os resultados de análise univariada, indicando que o grande diferencial entre os grupos de empresas reside no índice de liquidez.

Tabela 8. Centroides de grupos

Centroides de grupo: função 1	
Grupo I	-1,748
Grupo II	1,129

Fonte: dados da pesquisa.

Os centroides permitem uma avaliação geral da função discriminante, realçando o quanto de discriminação foi alcançado, o que já foi comentado pelo alto nível de significância.

Tabela 9. Matriz de classificação *

Tipo	Nº de casos	Pertinência prevista	
		Grupo I	Grupo II
Grupo I	42	38	4
Grupo II	65	0	65
	Percentual	Grupo I	Grupo II
Grupo I	100	90,5	9,5
Grupo II	100	0,0	100,0

* 96,3% dos casos classificados corretamente.

Fonte: dados da pesquisa.

A matriz de classificação corresponde a um resultado auxiliar proporcionado pela função discriminante. No presente caso, 96,3% das observações foram corretamente classificadas, 90,5% para o grupo I e 100,0% para o grupo II, o que corresponde a um índice bastante elevado, realçando o poder discriminatório da função estimada.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com base nos resultados apresentados, pode-se observar diferenças entre os dois grupos de empresas. O setor de hiper e supermercados, grupo I, é menos suscetível a flutuações estacionais de vendas, ao passo que essa característica é marcante no grupo II, representado pelos segmentos de tecidos, vestuário e calçados e também de móveis e eletrodomésticos.

A função discriminante estimada apresentou elevada significância e alto poder discriminatório, indicando que, apesar das diferenças univariadas observadas em apenas dois índices financeiros, quando analisados em conjunto, todos os indicadores incluídos na análise contribuem para realçar as diferenças entre os dois grupos avaliados.

Em síntese, observa-se que as empresas do grupo I, com pequena flutuação estacional de vendas, e as do grupo II, com grandes flutuações, mostram desempenho semelhante em termos de giro do ativo e endividamento. Porém, em se tratando de rentabilidade, as do grupo II foram bastante superiores, apresentando maior investimento em ativo circulante como medida necessária ante as incertezas relativas às vendas.

De qualquer maneira, conforme sugerem Brealey e Myers (1992), Gitman (1997), Ross *et al.* (2002) e Weston e Brigham (2000), as vendas mais estáveis permitem, em princípio, maior endividamento, o que não se constatou na análise. Por outro lado, o giro do ativo está mais bem relacionado com o ramo de atividade, não variando em função de flutuações nas vendas, o que foi efetivamente verificado.

No entanto, constata-se que as empresas do grupo II procuram manter maior investimento em ativos circulantes, talvez precavendo-se contra flutuações de vendas, o que, de acordo com Duarte Junior (2003) e Fusco (1996), demonstra ser uma estratégia prudente e, aparentemente, bem-sucedida. Contudo, a impressão inicial seria contrária ao resultado, imaginando-se que maiores investimentos em ativos circulantes determinariam menores taxas de rentabilidade. De qualquer maneira, a rentabilidade depende em grande magnitude das margens praticadas no setor e de variáveis macroeconômicas, o que ultrapassa o escopo da presente pesquisa.

De uma forma geral, pode-se considerar que esse artigo contribui com duas proposições principais para os estudos do tema. A primeira é a de que os setores varejistas de segmentos como tecidos, vestuário e calçados bem como móveis e eletrodomésticos têm apresentado um padrão de sazonalidade maior que o setor de hiper e supermercados. Essa sazonalidade, por sua vez, realça as diferenças entre os indicadores financeiros dos dois grupos pesquisados.

A segunda contribuição consiste no fato que, apesar das diferenças de sazonalidades, indicadores como giro do ativo e endividamento não apresentam grandes flutuações em empresas com maior ou menor sazonalidade. Entretanto, nas empresas com maior sazonalidade os indicadores de rentabilidade se mostraram superiores do que nas firmas com baixa sazonalidade. Sobre esse aspecto, pode-se supor que empresas com sazonalidades maiores tendem a gerenciar mais seus ativos circulantes, por meio de uma estratégia mais prudente, precavendo-se contra as grandes flutuações desses fenômenos.

Finalmente, devem ser listadas as limitações do trabalho e sugestões para novas pesquisas.

Como se trata de uma abordagem pouco comum e por não haver um tratamento causal, não se pode afirmar qual a relação entre rentabilidade e flutuações sazonais de vendas. Em outros termos, não se identifica se a existência de flutuações de vendas tende a influenciar a lucratividade; apenas se observa que as empresas que apresentam comportamento sazonal mais acentuado possuem maior rentabilidade. Portanto, serão de grande contribuição acadêmica e, também, gerencial pesquisas que procurem testar esse efeito, com análise de margens de comercialização e influências de indicadores macroeconômicos, como taxa de juros, renda e índices de preços.

Além do mais, os dados utilizados referem-se a empresas de todo o país e, sendo assim, não foram analisadas possíveis diferenças regionais, relacionadas às flutuações de vendas, fato que pode modificar os resultados dada a diversidade cultural do Brasil. Nesse sentido, pesquisas de âmbito regional poderiam vir a sanar essa deficiência.

Outra limitação refere-se à utilização de dados secundários, obtidos em publicações especializadas, porém pouco abrangentes, fato que se explica pelo interesse em pesquisar empresas de capital aberto e fechado, tornando o universo da pesquisa mais amplo. Dessa maneira, pesquisas que procurassem obter e analisar dados de relatórios gerenciais, nos casos em que não houver a publicação de demonstrações financeiras obrigatórias, poderiam vir a abarcar maior número e diversidade de indicadores, além de poder analisar dados relativos a períodos menores, trimestrais ou semestrais, por exemplo, o que tenderia a indicar com maior precisão efeitos sazonais.

Finalmente, devido ao pequeno número de observações e de empresas analisadas, correspondendo aos dados disponíveis nas publicações consultadas, a generalização estatística dos resultados fica comprometida, ainda que diversas tentativas de se conseguir um número maior de informações tenham sido feitas, mas não lograram êxito.

REFERÊNCIAS

ALBERNATHY, F. H.; DUNLOP, J. T.; HAMMOND, J. H. e WEIL, D. Control your Inventory: in a world of lean retailing. Boston (USA): **Harvard Business Review**, Nov. / Dec. 2000.

ANDERSON, D. A. O fator sazonal no Brasil. São Paulo: **Revista de Administração de Empresas**, v. 3, n. 9, out. / dez. 1963.

ARNOLD, J. R. T. **Administração de Materiais**: uma introdução. São Paulo: Atlas, 1999.

- BRANDT, S. A. **Comercialização Agrícola**. Piracicaba: Livroceres, 1980. 197 p.
- BREALEY, R. A. e MYERS, S. C. **Princípios de Finanças Empresariais**. 3 ed. Portugal: McGraw-Hill, 1992.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. 500 Maiores. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas. 2000-2007.
- DUARTE JUNIOR, A. M. A Importância do Gerenciamento de Riscos Corporativos em Bancos. in DUARTE JUNIOR, A. M. e VARGA, G. **Gestão de Riscos no Brasil**. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2003.
- EXAME, Maiores e Melhores. São Paulo: Editora Abril, 2000-2007
- FUSCO, J. P. A. Necessidade de Capital de Giro e Nível de Vendas. São Paulo: **Revista de Administração de Empresas**, v. 36, n. 2, abr. / jun. 1996.
- GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. São Paulo: Harbra, 1997.
- HAIR JUNIOR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise Multivariada de Dados**. Porto Alegre: Bookman, 2005a.
- HAIR JUNIOR, J. F.; BABIN, B.; MONEY, A. H.; SAMOUEL, P. **Fundamentos de Métodos de Pesquisa em Administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005b.
- HOFFMANN, R. **Estatística para Economistas**. 2 ed. São Paulo: Livraria Pioneira Editora, 1991.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. Disponível em: <www.ibge.gov.br>. Acesso em: 22/09/2009.
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA – IPEA. Disponível em: <www.ipeadata.gov.br>. Acesso em: 29/12/2007.
- LEN, R. **Administração de Vendas e Marketing**. São Paulo: Makron Books, 1993.
- LEVY, M. e WEITZ, B. A. **Administração de Varejo**. São Paulo: Atlas, 2000.
- LIMA, F. G.; PERERA, L. C. J.; KIMURA, H. e SILVA FILHO, A. C. Aplicação de redes neurais na análise e na concessão de crédito ao consumidor. São Paulo: **Revista de Administração USP**, v. 44, n. 1, jan. / mar. 2009.
- MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de Marketing**: uma orientação aplicada. Porto Alegre: Bookman, 2001.
- MATTAR, F. N. **Pesquisa de Marketing**. São Paulo: Atlas, 2005.
- MOTTA, J. Como Reduzir a Incerteza em Previsão de Vendas. São Paulo: **Revista de Administração de Empresas**, v. 26, n. 1, jan./mar. 1986.
- PARENTE, J. **Varejo no Brasil**: gestão e estratégia. São Paulo: Atlas, 2000.
- REIS, A. J. **Comercialização Agrícola no Contexto Agroindustrial**. Lavras: FAEPE, 1998.
- ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W. e JAFFE, J. F. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2002
- SHARMA, S. **Applied Multivariate Techniques**. USA: John Wiley & Sons, 1996.
- SHETH, J. N.; MITTAL, B. e NEWMAN, B. I. **Comportamento do Cliente**: indo além do comportamento do consumidor. São Paulo: Atlas, 2001.

TURCHI, S. A sazonalidade do consumo. Disponível em <www.mundodomarketing.com.br> Acesso em 22/09/2009

VAVRA, T. G. **Marketing de Relacionamento: *aftermarketing***. São Paulo: Atlas, 1993. 323 p.

WESTON, J. F. e BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da administração financeira**. São Paulo: Pearson Education, 2000.

ANEXOS

Lista de empresas analisadas

Grupo I	Grupo II
Pão de Açúcar	Ponto Frio
Sendas	Lojas Americanas
Sonae	Pernambucanas
Bom Preço	Lojas Colombo
Bom Preço Bahia	Riachuelo
Zaffari	Magazine Luiza
Eldorado	Lojas Cem
Abc Supermercados	Lojas Renner
Zona Sul	Lojas Yamada

Notas:

ⁱ Disponível em: www.ibge.gov.br.